Comisión de Constitución, Códigos, Legislación General y Administración
Carpeta Nº 3331 de 2003

Versión Taquigráfica N° 2129 de 2003

FIDEICOMISO

Normas

Versión taquigráfica de la reunión realizada el día 1º de octubre de 2003

(Sin corregir)

PRESIDE: Señor Representante Fernando Araújo, Vicepresidente.

MIEMBROS: Señores Representantes Daniel Díaz Maynard, Silver Estévez, Miguel Guzmán, Felipe Michelini y Jorge Orrico.

ASISTEN: Señores Representantes Artigas A. Barrios, Silvana Charlone, Ronald Pais, Martín Ponce de León y Lucía Topolansky.

INVITADOS: Señores contador Juan Berchesi, Presidente de República AFAP; ingeniero Carlos Matyszczyk, Gerente General; y economista Ana Inés Zerbino, Gerente de Inversiones.

SEÑOR PRESIDENTE (Araújo).- Habiendo número, está abierta la reunión.

La Comisión de Constitución, Códigos, Legislación General y Administración tiene mucho gusto en recibir al Directorio de República AFAP, cuya presencia en la Comisión fue solicitada por la señora Diputada Topolansky, para que informe y dé su opinión sobre el proyecto de fideicomiso que tenemos a estudio.

SEÑOR BERCHESI.- En primer lugar, queremos agradecer la invitación para que podamos apoyar una norma que, a nuestro entender, crea un instrumento muy positivo. Yo estoy en representación del Directorio, que también componen la economista María Dolores Benavente y el señor Felipe de Haedo. También nos acompañan el ingeniero Carlos Matyszczyk, responsable de la administración de República AFAP, y la economista Ana Inés Zerbino, Gerenta del Área de Inversiones.

En segundo término, quiero señalar nuestro total apoyo a esta norma, que es un instrumento realmente muy positivo, y hemos estado colaborando con mucha otra gente, para lograr su aprobación. Hace unos tres años tuvimos la oportunidad de ir con el ingeniero Carlos Matyszczyk y la economista Zerbino a un seminario sobre fideicomiso en la República Argentina. Cuando vimos la situación que se describía allí, con problemas en el sistema financiero, de falta de financiamiento al sector productivo y al sector exportador, y advertimos cómo lo estaban resolviendo -no era una cuestión muy fácil- a través del fideicomiso de exportación, consideramos que su aplicación en Uruguay podría ser muy positiva. Al regreso del seminario nos

encontramos con que otra gente, organizaciones y técnicos, ya estaban, con la misma idea, trabajando al respecto.

Para las administradoras de fondos de pensión, este es un tema muy importante, pues nos permitirá canalizar fondos ociosos o invertidos en títulos públicos hacia el financiamiento de actividades productivas, como explicarán tanto el ingeniero Carlos Matyszczyk como la economista Zerbino.

Nosotros siempre tenemos como guía u objetivo que los mal llamados fondos de las AFAP -porque los trabajadores son sus propietarios y las AFAP los administran por cuenta y orden de terceros- permitan a los trabajadores obtener mejores jubilaciones. Cuando se nos ha dicho que los fondos son para financiar esto o lo otro, nuestra posición ha sido afirmativa, en la medida en que se trate realmente de inversiones seguras, con un mínimo de rentabilidad.

Luego de esta breve introducción, si no hay inconveniente, cederé la palabra al ingeniero Matyszczyk a efectos de que realice la presentación.

SEÑOR MATYSZCZYK.- Nos vamos a permitir desarrollar una presentación para mostrar en forma más clara de qué manera este instrumento del fideicomiso puede ser útil para inversores o administradores de fondos como las AFAP. Estructuraremos esta presentación en dos partes. En la primera, voy a dar algunas cifras que hacen a la realidad de hoy del sistema previsional, lo que dará lugar a que se pueda desarrollar en la segunda parte -a cuenta de la economista Zerbino- algún comentario sobre la importancia que tiene una ley de fideicomiso para favorecer el desarrollo del mercado de financiamiento estructurado y también para nosotros, como administradores.

Vemos, en principio, el número total de afiliados al sistema que, al 31 de agosto de este año, tiene 628.609 afiliados. Entre todas las AFAP, entonces, existe ese mismo número de cuentas individuales, que tienen como titular al afiliado correspondiente. El saldo se compone básicamente, como veremos, de los aportes del afiliado y de la rentabilidad que se logra con la inversión de esos fondos. Este cuadro también muestra, en la parte inferior, la manera en que se distribuye ese número total de afiliados entre las distintas AFAP que, en este momento, son cuatro en el país.

Otro número importante, que de alguna manera define el funcionamiento del sistema, es el monto de dinero administrado y se conforma por la suma de los saldos de esas 628.609 cuentas individuales. La suma de todos esos saldos es el Fondo de Ahorro Previsional que, como vemos, supera los US$ 1.163:000.000, al 31 de agosto. En la parte inferior se muestra la distribución que tiene este Fondo administrado por las AFAP entre los distintos actores que hoy intervienen en Uruguay.

El objetivo del sistema es, justamente, generar mejores jubilaciones. Para eso, una parte importante es el aporte de la gente que está trabajando, pero otra parte no menor es la inversión que se hace de ese fondo, para incrementarlo con el correr del tiempo.

Otro número que resulta muy representativo del desempeño de este sistema es el de la rentabilidad; de ello hablaremos frente a la próxima diapositiva.

Cuando hablamos de rentabilidad nos estamos refiriendo a ese desempeño en un período ya transcurrido. Vamos a ver dos períodos ya transcurridos: el primero corresponde a los últimos doce meses -desde setiembre del año pasado hasta agosto de este año-, mientras que el segundo corresponde a la totalidad del período transcurrido desde que empezó este sistema, desde que recibimos el primer recaudo -el 24 de junio de 1996- hasta el 31 de agosto de 2003. Con este segundo período que vamos a ver se pueden absorber algunas distorsiones que tal vez surjan cuando se evalúa la rentabilidad de un sistema en un período corto.

Allí tenemos dos cuadros. El primero se refiere a la rentabilidad del sistema en el último año móvil. Hay dos valores a la vez, porque la rentabilidad está expresada en dos unidades diferentes: hacia la izquierda, en Unidades Reajustables -que es la unidad de cuenta del sistema- y arroja para el último año transcurrido un 33,63% anual; y en el cuadro de la derecha está expresada en dólares la rentabilidad para el mismo período, y alcanza a un 36,4% anual.

Como decía, este período de solamente un año es susceptible de las distorsiones ocurridas en ese lapso, por lo cual es interesante analizar un período mayor para sacar alguna conclusión en cuanto al desempeño del sistema desde el punto de vista de la rentabilidad. Ese período mayor es el de siete años y fracción que figura en el cuadro inferior. Nuevamente, hay dos valores de rentabilidad: el primero, expresado en la unidad de cuenta del sistema -la Unidad Reajustable-, arroja un 16,7% anual, y el otro, expresado en dólares, un 5,7% anual, lo que es indicativo de un buen desempeño. Además, debe observarse lo que pasó en esos siete años, sobre todo si se tiene en cuenta que en cuatro de esos siete años en el país hubo una recesión económica importante. Por otra parte, en el último de esos siete años tuvo lugar la crisis del sistema financiero, con un impacto significativo en las Administradoras de Fondos, en la medida en que hay una concentración relevante en títulos de deuda pública en el portafolio de las Administradoras de Fondos, que luego de la pérdida del grado de inversión sufrieron una caída muy importante.

El desempeño del sistema está evaluado a través de la tasa de rendimiento. Otra manera de verlo es mediante el valor que se ha agregado a las cuentas de los afiliados. Conceptualmente, lo que está en este cuadro es lo que los afiliados han aportado a sus cuentas individuales, lo que se ha deducido de ellas y lo que queda de remanente, para sacar una conclusión acerca de si hay un valor agregado o no.

En la primera columna se muestra la recaudación total aportada a las Administradoras de Fondos por parte del Banco de Previsión Social, a través de los siete años y fracción de funcionamiento del sistema. La cifra alcanza a 16.128:000.000, en números redondos.

En la segunda columna se muestra la deducción que se ha hecho de ese valor por concepto de comisiones cobradas por todo el sistema de AFAP, que alcanza a $ 2.142:000.000.

En la tercera columna aparece otra deducción que hacemos a la cifra de la primera columna, que es la prima que, por concepto de seguro colectivo por invalidez y fallecimiento, contratan las AFAP por cuenta y orden de los afiliados. Esta cifra debe ser deducida igual que las comisiones porque ambos valores no integran lo que en definitiva ingresa a la cuenta del afiliado.

Como vemos, entonces, el BPS realizó un aporte a las AFAP de $ 16.128:000.000 e ingresa una transferencia neta a las AFAP de $ 13.219:000.000. Sin embargo, el Fondo de Ahorro Previsional, al 31 de agosto, es de $ 32.323:000.000. Aquí es donde se puede ver la diferencia conceptual a que me refería al principio. Estas son las sumas de las cuentas individuales que tienen los afiliados hoy y esto es lo que se transfirió a esas cuentas. La diferencia es lo que se ha agregado por concepto del rendimiento que ha tenido la operación de invertir esos fondos en los distintos instrumentos en que se han invertido en ese período de siete años.

Otra pregunta es con qué criterios se realizan estas inversiones que dan lugar al desempeño que medimos a través de este conjunto de indicadores. Los criterios están establecidos en el artículo 123 de la Ley Nº 16.713: seguridad, rentabilidad, diversificación y compatibilidad de plazos. Este artículo también refiere a cuáles son los destinos permitidos para estas inversiones. Allí aparecen seis literales en los que se muestra no solo el concepto que abarca cada uno -el destino permitido-, sino también el límite máximo que se puede invertir en ese destino. El literal A) refiere a valores del Estado uruguayo; el literal B), a valores del Banco Hipotecario del Uruguay y del Banco Central del Uruguay. Si sumamos ambos vemos cuál es el máximo porcentaje, dentro de los portafolios permitidos, que se puede invertir en instrumentos emitidos por el Estado uruguayo. El literal C) refiere a certificados de depósitos en bancos y el literal D) a valores de empresas públicas o privadas uruguayas y valores o cuotapartes de fondos de inversión uruguayos. Este último literal es importante porque la inversión en sectores productivos se concentra, esencialmente, en los literales D) y E). El literal E) tiene que ver con valores representativos de inversiones en sectores productivos, sean forestales, inmobiliarios, etcétera. Finalmente, el literal F) está integrado por préstamos al consumo garantizados por empresas.

Este es el elenco de instrumentos que la ley prevé que puedan ser asistidos por las AFAP a efectos de desarrollar su tarea, invertir y administrar el Fondo de Ahorro Previsional. La siguiente diapositiva nos muestra cuál es la realidad respecto a esa inversión. Se va a ver que no aparecen seis destinos sino siete en razón de que hay un punto, de los que se definen abajo como disponibilidades transitorias, que está agregado respecto del elenco de destinos que veíamos en la diapositiva anterior.

Como comentario de esta, creo que es resaltable la importante concentración en títulos emitidos por el Estado uruguayo. Si sumamos el A) más el B) el resultado será del orden del 72%.

SEÑOR MICHELINI.- ¿Esto es de todo el sistema?

SEÑOR MATYSZCZYK.- Sí; es de todo el sistema. He presentado cifras de todo el sistema; entendimos que era mejor hacerlo de esa forma más global.

En ese total del portafolio que administran las cuatro AFAP en su conjunto y que, como bien decía el señor Diputado Michelini, podemos definir en términos de sistema, vemos que hay una concentración importante en títulos emitidos por el Estado uruguayo que se pueden ver sumando los literales A) y B) y que está en el orden del 72%. El otro punto notable es que esas disponibilidades transitorias a las que me referí antes, ascienden a una parte importante -estructuralmente hablando- del portafolio total, que es casi el 20%.

La siguiente diapositiva es un resumen de las dos anteriores y merece algún grado de análisis. Y digo que es un resumen porque si los señores Diputados observan, en esta columna están definidos los montos que existen en cada uno de los literales que habíamos visto del artículo 123 de la Ley Nº 16.713. En esta otra columna figura la participación, es decir, estructuralmente hablando, qué parte de cada instrumento integra el total del portafolio. Y en esta otra columna aparecen los límites permitidos, es decir, los máximos, y esto, por diferencia, va a dar lugar a un límite disponible.

Nuevamente, lo interesante a apuntar aquí es algo parecido a lo que se vio en el cuadro anterior: que hay una cantidad importante en disponibilidades transitorias de los fondos puesto que se trata de casi US$ 230:000.000. Pero es interesante analizar la parte que está señalada en este color celeste, que es la consideración conjunta de los literales D) y E), por lo que decía antes. La posibilidad de inversiones en el sector productivo está asociada a estos literales y, sin embargo, vemos que existe una cantidad importante de espacio disponible no utilizado. Digo esto porque si nosotros aplicamos esta restricción del 60% al sector privado y le restamos la cantidad en la que ya está incurrida la inversión, vamos a llegar a una cifra de US$ 387:000.000 disponibles para invertir en estos dos literales, pero que no están siendo utilizadas, lo cual merece una explicación. La respuesta es que no existen alternativas de inversión en el sector privado que tengan una buena calificación de riesgo.

Dicho esto, vamos a pasar a la segunda parte de la presentación en la cual la economista Ana Inés Zerbino nos va a mostrar la importancia de que exista un mercado de financiamiento estructurado en el país como forma de mitigar ese riesgo, es decir, como forma de mejorar el perfil del riesgo de las inversiones en el sector privado que pueda dar lugar a instrumentos que ocupen los literales D) y E), y también cómo la ley de fideicomiso será importante para ayudar a que se desarrolle ese mercado de financiamiento estructurado.

SEÑOR GUZMÁN.- En esa primera columna donde están los valores emitidos por el Banco Central, ¿ese es el valor nominal de los papeles o es el valor de mercado?

SEÑOR MATYSZCZYK.- Es el valor de mercado, porque el criterio de evaluación del Banco Central es valuar los papeles a valor de mercado.

SEÑOR MICHELINI.- Uno podría pensar que esta forma de distribución del sistema en su conjunto es más o menos parecida en cada una de las cuatro AFAP.

SEÑOR MATYSZCZYK.- Sí, señor Diputado.

SEÑOR BARRIOS.- Quisiera hacer dos preguntas sobre la presentación anterior.

¿Esta alta rentabilidad que se presenta en el último año corresponde a revaluación de los valores que integran los fondos y que habrían sido castigados antes, razón por la cual ahora tenemos 33% y 36%?

SEÑOR MATYSZCZYK.- Sí; en parte corresponde a esa recuperación del valor de los títulos emitidos por el Estado uruguayo, aunque no solo es eso. Ese es un aspecto importante y responde a la estructura que tiene el portafolio y al comportamiento de algunas variables; también responde al valor del tipo de cambio, por ejemplo.

SEÑOR BARRIOS.- ¿Pero el valor del tipo de cambio incide en la rentabilidad en dólares? Pienso que podría incidir en la de Unidades Reajustables.

SEÑOR MATYSZCZYK.- Sí; por eso cuando hablamos de una rentabilidad o de otra -no sé a cuál se está refiriendo el señor Diputado- depende de cuales son los títulos en los que están invertidos los fondos y del comportamiento de las variables que se dan en esos títulos. Respecto de lo que usted mencionaba sobre la recuperación de valor que tuvieron los títulos de deuda pública, puedo decir que sí fue muy importante porque el año pasado este fondo que medimos en US$ 1.163:000.000 llegó a valer US$ 705:000.000 y a fines del año 2001 valía US$ 1.045:000.000. Como vemos, ello implicó una variación muy importante.

SEÑOR BARRIOS.- El cuadro siguiente, en el que hablaba de valor agregado, ¿se trata de pesos corrientes?

SEÑOR MATYSZCZYK.- Es buena la pregunta que hace el señor Diputado. Ese cuadro está construido de esa manera y si quiere podemos volver un minuto a él.

El cuadro es de pesos corrientes y está construido de esa manera porque hay una diferencia de tiempo importante en lo que tiene que ver con el momento en que se produce cada uno de estos eventos. Se puede traducir a dólares o a Unidades Reajustables, aunque introduce alguna distorsión que habría que explicar con mayor detalle y por eso preferimos presentarlo en pesos corrientes.

SEÑOR BARRIOS.- Muchas gracias por la respuesta.

SEÑOR PRESIDENTE.- Tiene la palabra la economista Zerbino.

SEÑORA ZERBINO.- Buenos días y muchas gracias por la invitación.

La idea de las breves transparencias que vienen a continuación radica en marcar cuál es para nosotros la importancia de una ley de fideicomiso desde el punto de vista de las inversiones de las AFAP, y lo vamos a hacer vinculando la ley de fideicomiso con lo que se conoce como financiamiento estructurado.

En el mundo, la figura del fideicomiso se utiliza en el área de inversiones. También tiene otros usos, pero en materia de inversiones básicamente se usa para armar financiamiento estructurado. Entonces, nuestra idea es mostrar qué es el financiamiento estructurado.

Coincidentemente, en el día de ayer estuvimos en un seminario organizado por el Área de Valores del Banco Central, explicando qué era el financiamiento estructurado; esa era la presentación que nos correspondía hacer a nosotros. Es decir que voy a utilizar algunas transparencias de la presentación de ayer para dar aquí la idea de qué es el financiamiento estructurado y por qué sirve para las AFAP y, obviamente, marcar que el fideicomiso es el instrumento ideal para armar financiamientos estructurados.

¿Qué es el financiamiento estructurado? Básicamente, es una emisión de instrumentos que contempla una estructura mediante la cual el repago de esos instrumentos se encuentra garantizado por un flujo de fondos. Este flujo de fondos puede estar generado por una cartera de activos, como puede ser lo que comúnmente se conoce como securitización de activos, donde hay activos hipotecarios que se ponen dentro de un vehículo que puede ser un fondo de inversión o un fideicomiso -en el caso de que exista la normativa- y se emiten títulos contra el flujo que esos créditos hipotecarios van generando a lo largo del tiempo. También puede ser una cartera de activos o una cesión de derechos presentes o futuros. ¿Qué es esto? Sería el caso de una empresa que realiza una emisión de deuda y la va a garantizar con parte de sus ingresos por ventas que vaya a tener en el futuro, o si tiene contratos que ya están firmados, como por ejemplo en el caso de un "shopping center" que tiene contratos de arrendamiento, emite deuda y cede el ingreso que vaya a recibir por esos contratos de arrendamiento, y el flujo que generen esos ingresos ni siquiera va a entrar a la contabilidad de la empresa mientras tenga que servir esa deuda. Se va a solicitar a los arrendatarios que mensualmente depositen esos ingresos en una cuenta fuera de la empresa que, como vamos a ver, estará a favor de un banco que va a actuar como agente fiduciario, por lo cual esos ingresos no entran más a la contabilidad de la

empresa, sino que directamente pasan a un banco que los va a utilizar para pagar la deuda que la empresa emitió y dan muchísima seguridad al inversor o tenedor de esos títulos.

Como decíamos, lo que se busca con esto es aislar lo más posible al inversor que compró ese título del riesgo de crédito del emisor que, como decíamos, puede ser emisor u originante -el originante se usa para aquellos casos en que es un banco que origina crédito hipotecario- de los activos, o sea la garantía que van a operar, utilizando una sociedad de propósito único, como podemos ver en el caso de los créditos hipotecarios. Se usa un vehículo específico que es el que emite la deuda o no. ¿Cuándo no sucede esto? Cuando es una empresa que emite la deuda -no es el vehículo el que emite la deuda, sino la empresa-, pero la garantía sale de la contabilidad de la empresa. Y ahí entra la figura del fideicomiso también para armar el paquete de las garantías, como lo veremos después.

¿Qué se busca con esto? Obviamente, mejorar la calificación de riesgo de la emisión. Es decir que el título que surge del financiamiento estructurado tiene una calificación de riesgo superior a la que tendría la empresa directamente si emitiera ella la deuda, sin este tipo de estructura que le baja el riesgo. Tiene todas las ventajas de la securitización de activos, pero en esto no vale la pena profundizar ya que es algo bastante específico.

Sí es importante señalar que ello permite que inversores que no tendrían acceso al crédito porque tienen un mal balance y están atravesando un mal momento, obtengan financiamiento del mercado. Eso es algo muy importante en momentos de crisis como los que ha estado viviendo nuestro país en los últimos dos años.

¿Cuáles son los casos más típicos de financiamiento estructurado que se pueden canalizar a través de un fideicomiso? Serían la securitización de activos -como dijimos anteriormente-, en la cual se crea una sociedad vehículo que sería un fideicomiso o que también puede ser un fondo de inversión y dentro de esa sociedad tendrá en su activo créditos hipotecarios o prendarios, préstamos al consumo, facturas, cartas de crédito de exportación, cuentas de "leasing", recursos generados por impuestos -sería como decir que un Gobierno o un Municipio va a emitir una deuda que va a estar garantizada con el impuesto que provenga de determinado origen- o por leyes especiales, por ejemplo, el caso de retenciones creadas por leyes, como puede ser el fondo lechero o el fondo arrocero.

Aclaro que esto no es creación mía sino que lo he sacado de manuales que refieren al tema. Por consiguiente, no solo en el Uruguay existe este tipo de financiamiento, también lo hay en otras partes del mundo.

Otro caso típico es el que mencioné anteriormente. Me refiero a deudas garantizadas por flujos futuros, es decir, una empresa que simplemente emite una obligación negociable que tiene una garantía de contratos de clientes o de ventas futuras a clientes que son cedidas para garantizar esa deuda y bajar su riesgo, es decir que no van a entrar a la contabilidad de la empresa sino que van a ir a una cuenta aparte.

El otro caso muy típico a nivel mundial es lo que se conoce como "project finance" o financiamiento de proyectos específicos, que se utiliza mucho para infraestructura. Viene a ser el símil de la megaconcesión, aunque tiene algunas características particulares. La idea es crear una sociedad de propósito único, que puede ser a través de un fideicomiso o de una sociedad anónima, que va a realizar la obra de infraestructura y a emitir deuda para financiarse garantizándola con el ingreso que se vaya a obtener, es decir, con el producto de esa concesión, que puede ser peajes, tasas, etcétera. También se utiliza para emprendimientos inmobiliarios, donde se crea una sociedad que, por ejemplo, va a realizar un edificio y que emite deuda para financiarse y va a ceder a favor de los tenedores de deuda todos los ingresos que vaya a tener por la venta de esas unidades o por su arrendamiento.

Básicamente, esto se usa para bajar riesgos, para mitigarlos. ¿Qué riesgos se pueden mitigar? Tenemos el riesgo de voluntad de pago o riesgo de desvío de fondos, y dado que hay una cuenta que se alimenta de ingresos de los que la empresa no puede disponer, se mitiga el riesgo de que haya un desvío de fondos hacia otros fines.

También está lo que se llama el riesgo político. Esto se usa en caso de emisiones públicas como por ejemplo en municipios. Hay un municipio que emite una deuda, luego se produce un cambio de administración y puede llegar a haber incertidumbre en cuanto a que la nueva administración haga un cambio respecto de la voluntad de servicio de esa deuda, y dado que existe una afectación de un flujo no hay incertidumbres respecto de que esa deuda no se vaya a servir.

Otro punto es el riesgo de endeudamiento excesivo. Como nuestra deuda no depende del patrimonio de la empresa sino que solo una partecita está afectada al servicio de la deuda que tenemos, no nos va a afectar tanto que la empresa se siga endeudando sobremanera porque nuestra parte va a estar cubierta.

Finalmente, está el riesgo de insolvencia por concordato. Esto es muy interesante porque puede darse el caso de que una empresa solicite un concordato preventivo a pesar del cual esta continúa funcionando. En concordato preventivo la empresa sigue teniendo ingresos y nuestra deuda no se va a ver afectada por este hecho, porque esos ingresos que estaban prendados, afectados o vendidos a favor de los tenedores de la deuda, van a seguir estando y, por lo tanto, no vamos a participar del concordato.

Acá hay un caso bastante simbólico en lo que es la experiencia latinoamericana, un financiamiento que se llamó "aerocard", que fue un financiamiento de Aerolíneas Argentinas. En este caso, la empresa entró en concordato. Unos años antes había hecho una emisión que estaba garantizada por las ventas que Aerolíneas hiciera a través de las tarjetas de crédito. Esos ingresos iban directamente a esa cuenta que iba a servir la deuda. La empresa entró en concordato preventivo pero continúo prestando servicios y, por lo tanto, la deuda no se vio afectada; los ingresos que venían a través de tarjetas de crédito se siguieron canalizando hacia el servicio de esa deuda y el financiamiento estructurado continúo sin incumplimientos.

Para tener una idea, pusimos una gráfica sacada de una información de "Fitch Ratings" que demuestra cómo fue la evolución de este tipo de financiamiento en Latinoamérica desde fines de los años 1990 hasta el año 2002. Se armaron estructuras por US$ 12.000:000.000. Vemos en la gráfica que Argentina tiene un 45% de participación, lo cual es importante dada la crisis que ha afectado a ese país, sobre todo en los últimos tiempos. En Colombia ese porcentaje es de 19% y en Chile de 15%.

¿Qué pasó en Uruguay? Si bien no hay estadísticas independientes del Banco Central ni de calificadoras de riesgo, nosotros hicimos un análisis de acuerdo con la definición de financiamiento estructurado que presentamos inicialmente. Dijimos: vamos a ver qué pasó en Uruguay, cuánto financiamiento estructurado hubo entre el total del financiamiento al sector privado -o sea, dejamos de lado el financiamiento del sector público- y el total de emisiones que hubo en el mercado. Ahí notamos que desde el año 1996 hasta el año 2003 tan solo un 14% de las emisiones se realizaron a través de financiamiento estructurado, esto es, un 14% de unos US$ 570:000.000. En el total dejamos de lado las emisiones de bancos que se hicieron en el exterior porque no era un financiamiento del mercado local. Apostamos a las emisiones en el mercado local y nos sorprendió el resultado. Reitero que esto es parte de la investigación que hicimos para el seminario del Banco Central realizado ayer.

SEÑOR PONCE DE LEÓN.- Sobre este punto quisiera saber cuáles son las principales emisiones estructuradas en el mercado local.

SEÑORA ZERBINO.- No trajimos el cuadro que presentamos ayer, pero las principales son las siguientes. En Torres del Puerto, en el año 1996, que tuvo un financiamiento estructurado, se usó una sociedad de propósito único que emitió deudas e hizo la obra y cedió las promesas de compraventa. Asimismo, está la primera emisión de Zona Franca Montevideo que también tenía flujo de fondos afectado. Aclaro que las que voy a nombrar ahora son emisiones en las cuales no se usó una sociedad de propósito único como en la de Torres del Puerto, sino emisiones de bonos con garantías de flujo de fondos que no entraban en la cuenta de la empresa sino que estaban afectadas a una cuenta de un banco a favor de las obligacionistas.

Entonces, primero fue Zona Franca Montevideo. La segunda emisión es de Zonamérica. Luego, tenemos una emisión de FANAPEL en el año 2003 con garantía de flujo de fondos; una emisión de Gralado, que es el "Shopping" de Tres Cruces, también con una garantía de flujo de fondos que no entra a su contabilidad. Por último, tenemos el fondo lechero, por US$ 26:000.000, que es un financiamiento estructurado con un vehículo de propósito único. Creo que no me olvidé de ninguno.

Quisimos marcar qué pasó con la crisis, es decir, a partir del año 2002, cuando en el verano en Uruguay empieza la incertidumbre financiera y perdemos el grado de inversión que nos había amparado durante cinco años. Y notamos que obviamente el mercado se retrae, las inversiones se retraen y el financiamiento estructurado gana participación en nuestro mercado. Entonces, en esta gráfica tomamos los años 2001 a 2003 y analizamos las emisiones que hubo en el mercado de valores en ese período -obviamente, privados- y

observamos que la relación que marcamos anteriormente de un 14% a un 86%, o sea, un 14% estructurado y un 86% no estructurado cuando miramos todo el período de 1996 hasta ahora, al observar los dos últimos años y fracción vemos que la relación se revierte y que el 80% de un total emitido de US$ 63:000.000 corresponde a financiamientos estructurados.

Entonces, ¿qué podemos concluir? Que con la crisis, también nuestro mercado se dio cuenta de que era importante aislar riesgos, de que la incertidumbre general era muy alta, de que de todas maneras hay voluntad de invertir. Realmente, tenemos muchos fondos disponibles y nuestro mayor objetivo es canalizarlos hacia inversiones seguras y rentables. Entonces, tratamos de usar la creatividad y la imaginación y también la buena voluntad de las empresas que fueron inteligentes y siguieron estos caminos, y lograr que ellas obtuvieran financiamiento en momentos muy difíciles en que el mercado estaba prácticamente cerrado. Tratamos de que los financiamientos fueran de largo plazo, que nosotros obtuviéramos inversiones también de largo plazo -que es nuestro objetivo- y que consideráramos seguras.

Ahora vamos a mostrar una breve descripción de lo que es el FFAL: la retención se crea por ley, los beneficiarios son los Ministerios de Ganadería, Agricultura y Pesca, y de Economía y Finanzas; se hace una cesión hacia el Banco ACAC que va a emitir lo que se llamó un CRI -Certificado Representativo de Inversiones-, que es adquirido por los inversores. Estos invierten US$ 26:000.000 que, a través del BROU, van a los productores lecheros. Y cada vez que el consumidor compra la leche, las industrias hacen una retención que se aporta hacia el BROU, y de este, al Banco ACAC, que amortiza a los inversores.

Este caso es muy ilustrativo de cómo en el año 2002, con un mercado muy complicado en el cual ni siquiera el Gobierno uruguayo tenía financiamiento, los productores lecheros llegaron a obtener un financiamiento a seis años de plazo, a una tasa interesante como es el 11%; no es una tasa disparatada. Los productores lecheros no hubieran podido obtener este financiamiento del mercado individualmente, y a través de este financiamiento estructurado se logró que se armara un producto que es mucho más seguro que el caso de cada emisor o deudor considerado individualmente. Además, se consiguió un financiamiento a largo plazo en un momento en que el mercado estaba cerrado. Y las AFAP consideramos que obtuvimos una alternativa de inversión también de largo plazo, que es interesante, con un rendimiento también interesante y un nivel de riesgo acotado.

Los otros tres casos que mencionaba son simplemente emisión de deudas de empresas con garantía de flujo de fondos que son cedidos a un banco para garantizar el cumplimiento del servicio de la deuda. Se trata de los tres casos que yo había mencionado. Zonamérica hizo la emisión en el 2001, pero Gralado la hizo en el 2002, en un momento muy complicado del mercado, creo que en agosto o setiembre -todos recordarán lo que vivimos en Uruguay durante esos meses -; Fanapel lo logró en el año 2003, también con una estructura garantizante a través de una cesión de cuentas de clientes. Realmente, nos sentimos muy conformes con estas inversiones y creo que también las empresas se deben sentir conformes de haber obtenido financiamiento de largo plazo en momentos en que el mercado estaba muy complicado.

Como se vio anteriormente, los fondos cuentan con altas disponibilidades; a pesar de los esfuerzos que hicimos por lograr canalizarlas, todavía la plata sigue ingresando cada mes a la cuenta y tenemos que buscarle destino, lo cual no es sencillo dadas las características del mercado. No sé si lo saben, pero todas las inversiones que hacen las AFAP deben tener una calificación de riesgo. El Banco Central, en una circular que emitió el pasado año, marcó que no alcanza con tener la calificación de riesgo, sino que esta tiene que ser superior a BBB menos. Y no es algo que agrega de por sí. República AFAP ya tenía decidido que no iba a hacer inversiones que no tuvieran una calificación de riesgo superior a BBB menos. Pero, ahora, por regulación del Banco Central eso es obligatorio.

Como decía, los productos estructurados con buenas garantías son los más atractivos para nosotros. Ahí marcamos cuáles son los que más nos interesan dentro de los posibles flujos garantizantes. Dada la coyuntura actual que atraviesa el país, decimos que los que están vinculados a actividades de exportación son muy interesantes y también los vinculados al sector transable. Por lo complicada que está la demanda interna, estos serían los más atractivos para nosotros.

Además, tenemos varios proyectos en elaboración que están siendo analizados en este momento. Hay una lista de todos los proyectos ingresados que estamos analizando; la gente los propone, les hacemos sugerencias; se van, vuelven. A raíz del seminario que se hizo en el día de ayer, hice la cuenta de en cuántos proyectos estamos involucrados a nivel del Departamento de Estudios de República AFAP y son trece

proyectos por un total de US$ 140:000.000 los que pueden ser catalogados como estructurados. Tenemos otros que son normales, pero los que se engloban dentro de este paquete de productos estructurados suman unos US$ 140:000.000; en ese total estoy sumando al fondo arrocero, que es importante.

En cuanto a la ley de fideicomiso, ustedes podrán decir: "Pero ya hicieron algo, no había ley de fideicomiso y se logró hacer". La verdad es que sí; algo logramos hacer. O sea, estábamos en una situación acuciante en la que necesitábamos canalizar inversiones y tuvimos que usar la imaginación para hacerlo sin tener la ley de fideicomiso, pero dadas las seguridades jurídicas y también las exoneraciones tributarias que el proyecto tiene, va a permitir que esto que nos dio tanto trabajo y que todavía es poco pueda llegar a ser algo mucho más ágil, más dinámico y también mucho más voluminoso, o sea, tratar de crear estructuras más fácilmente y en mayor cantidad.

Como decíamos, aun sin ley de fideicomiso logramos hacer algunas cosas, pero creemos que el fideicomiso es un vehículo financiero con ventajas con respecto a las soluciones que nosotros utilizamos hasta ahora desde el punto de vista de la seguridad jurídica, de las exoneraciones tributarias y de la versatilidad que tiene como instrumento financiero. Por lo tanto, creemos que va a contribuir a un desarrollo del mercado de financiamiento estructurado que tanto estamos necesitando.

Eso es todo.

SEÑORA TOPOLANSKY.- Quería agradecer la presencia de los representantes de República AFAP y explicar por qué solicité su convocatoria. Como el proyecto de ley parece dirigido hacia las AFAP en buena parte de su texto y habíamos percibido lo que decía la contadora en cuanto a la necesidad de lugares de inversiones y nos pareció que República AFAP es la más representativa por su volumen, nos interesaba su opinión directa para saber si realmente era una herramienta útil, o cómo se veía desde la propia organización.

Aclaramos que nosotros no somos técnicos en el tema, pero estamos interesados en el desarrollo del país.

SEÑOR PONCE DE LEÓN.- Quiero hacer una pregunta de carácter informativo. En cuanto a los aportes de inversores al fondo lechero, de esos US$ 26:000.000, ¿qué fracción tomaron las AFAP y qué fracción vino de inversores ajenos a este sistema?

SEÑORA ZERBINO.- Por la forma en que se instrumentó el Fondo, que es a través de un Certificado Representativo de Inversiones, que no es un instrumento que esté listado en la bolsa -nosotros lo canalizamos a través del literal E) que tiene como requisito la oferta pública, pero no el listado en una bolsa-, hasta el día de hoy, el 100% de los CRI están en propiedad de las AFAP. Eso no tiene por qué mantenerse así. A las AFAP nos interesaba, y por lo tanto tomamos todo. Pero bastaría con listarlo en una bolsa y ofrecerlo, o sea, concurrir a una bolsa ya sea a través de la bolsa electrónica o dar una orden a un corredor para que si hay interesados en adquirirlos se pueda hacer, siempre que haya alguna AFAP interesada en vender.

Y más o menos la participación con que entramos todas las AFAP fue en función de su participación de mercado, o sea, todas tenemos la misma participación dentro del portafolio; nos representa alrededor de un 2% a cada una en nuestro portafolio.

SEÑOR DÍAZ MAYNARD.- Me gustaría saber cuál es la influencia de las exoneraciones tributarias en el tema que hemos considerado, porque hasta ahora las inversiones están con exoneraciones tributarias; ahora son sin exoneraciones tributarias.

(Interrupción de la economista Zerbino)

——Supongo que no tienen exoneraciones tributarias, o las tienen en alguna medida. Acá el proyecto de ley establece exoneraciones tributarias particularmente amplias.

SEÑORA ZERBINO.- Para el caso del fondo lechero y del fondo arrocero es indiferente, hoy no tributan ningún impuesto; no tributan IMABA, y obviamente tampoco IVA.

SEÑOR DÍAZ MAYNARD.- ¿En las otras inversiones que ustedes han realizado?

SEÑORA ZERBINO.- La parte de las obligaciones negociables ya tiene una exoneración tributaria propia. No es una exoneración; es un tratamiento tributario equivalente al tratamiento tributario de un préstamo bancario. O sea que ahí no habría diferencia; donde sí la habría, porque las exoneraciones tributarias son importantes, es para algo que, justamente, todavía no se ha hecho porque el tratamiento tributario de los fondos de inversión cerrados hacía inviables esas inversiones. Por ejemplo, el año pasado nosotros tuvimos una propuesta para crear un fondo inmobiliario, que consistía en tomar inmuebles que hoy estuvieran utilizados por distintas empresas y decir a estas que les comprábamos los inmuebles y luego se los arrendaríamos. ¿Qué pasó? Fue un estudio muy interesante realizado por una persona uruguaya que estaba terminando su maestría en el exterior. Cuando él llegó al análisis de la parte tributaria se dio cuenta de que era inviable por los impuestos, básicamente por el ITP que tenía que pagar por esos inmuebles a la entrada y a la salida del fondo. Hizo todo un análisis; invirtió un equis tiempo de trabajo y concluyó en que ese fondo no se podía hacer, que era inviable por el tratamiento tributario.

Hoy, dado el tratamiento tributario que tendrían los fideicomisos, esa persona, a raíz de que vio el proyecto de ley sobre fideicomiso, volvió a verme y me dijo: "Ahora lo podría hacer, porque la exoneración de ITP hace que vuelva a ser viable ese proyecto".

Entonces, lo que hacen las exoneraciones no es cambiar las que ya se hicieron porque eran las que no tenían perjuicio desde el punto de vista tributario, sino que son para dinamizar las que no se han realizado porque el aspecto tributario las hacía inviables.

SEÑOR PONCE DE LEÓN.- Me sorprende un dato que surge de los gráficos que ustedes presentaron. La AFAP República maneja el 56,82% del Fondo de Ahorro Previsional del sistema. Sin embargo, tiene solo el 38% de los afiliados. ¿Esto se debe a que inicialmente tenía más afiliados, acumuló y ahora están cayendo, o a que tiene afiliados de más alto poder adquisitivo? ¿Se debe teóricamente a rentabilidades muy superiores? Es decir, choca bastante la diferencia entre estas dos cifras.

SEÑOR MATYSZCZYK.- Es correcto lo que dice el señor Diputado Ponce de León. Para decirlo de una manera más técnica, hay una correlación mayor que uno entre lo que es la participación en el fondo y lo que correspondería a la participación en el mercado de afiliados. Eso tiene que ver con la forma en que República AFAP afilió originalmente a su cartera.

Nosotros sabíamos que teníamos una ventaja importante; yo la llamaba una ventaja comparativa importante, porque cualquier encuesta que hacíamos, anterior a la aplicación de este sistema, definía con claridad que la gente prefería a República AFAP por la seguridad que le daba el Estado. Sin embargo, los hechos demostraron que las personas después se afiliaban al primer vendedor de AFAP que llegaba. O sea que en los hechos no se hacía práctica aquella preferencia que se señalaba en una encuesta anterior. Y el asesoramiento que recibimos en aquel momento fue el de aprovechar esa ventaja que teníamos a priori en la voluntad de la gente, para obtener una cartera de afiliados más prolija que la que iba a generar el mercado. Este asesoramiento fue brindado por una empresa chilena que tenía una vasta experiencia en el tema de administradoras de fondos de pensión.

Decía que el momento del arranque de estos sistemas es tan caótico desde el punto de vista de la competencia que normalmente da lugar a carteras desprolijas en su afiliación, y que nosotros teníamos la oportunidad de utilizar la voluntad que había en la gente de afiliarse a República AFAP en el sentido de la cantidad, si manejábamos determinadas variables -que, por cierto, manejamos-, pero también desde el punto de vista de la prolijidad de la afiliación. Y en esa oportunidad fuimos muy exigentes con los asistentes provisionales -lo que llaman vendedores en otras AFAP- para que consiguieran documentación que fuera muy elocuente respecto de cuál era la situación del trabajador. Por ejemplo, se le pedían recibos de sueldo y constancia de trabajo, lo que dio lugar a un nivel de cotización mucho mayor que el que hoy tiene el mercado. Actualmente,

República AFAP tiene más aportantes con relación a los afiliados de los que tienen los competidores, y también con un salario mayor, debido a cómo se direccionó a los asistentes previsionales de República AFAP.

Si bien es cierto que el Fondo de Ahorro Previsional también se compone de la rentabilidad que tiene ese Fondo, las rentabilidades han sido muy similares en todas las Administradoras de Fondos, de manera que no son las responsables de esa diferencia o falta de correlación uno a uno que veíamos antes. La diferencia radica, originalmente, en el criterio con que se afilió y en la frecuencia de aportación de los afiliados de República AFAP.

SEÑOR PRESIDENTE.- La Comisión agradece la presencia de la delegación de República AFAP.

Se levanta la reunión.